

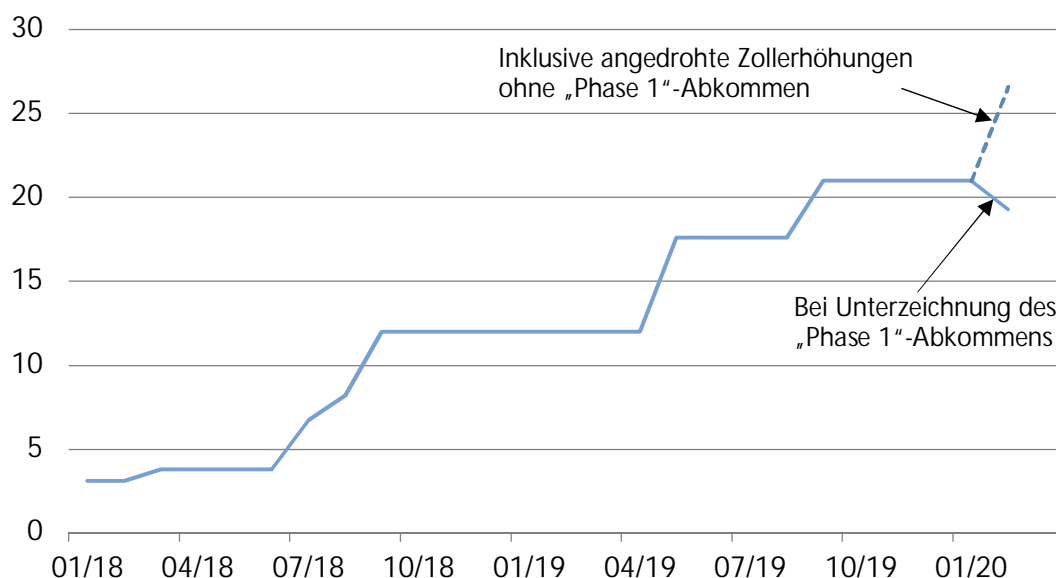
Angemessenes Zinsniveau

Die Stimmung in der angeschlagenen Industrie hat sich gegen Jahresende zumindest stabilisiert. Die konjunkturellen Abwärtsrisiken fallen nicht mehr so ausgeprägt aus. Damit bewerten die grossen Notenbanken das Zinsniveau für angemessen und sehen derzeit keinen Bedarf nochmals nachzulegen. Eine Abkehr von den Negativzinsen ist bei der EZB aber bislang noch kein Thema. Deshalb hält auch die SNB die Negativzinsen in der Schweiz unverändert für notwendig.

Auf den folgenden Seiten finden sie kompakt mehr Details zu unserer Konjunktur- und Zinseinschätzung, inklusive einem Branchen-Fokus zum Schweizer Wintertourismus sowie die Raiffeisen-Prognosen.

Chart des Monats: Strafzollbelastung wird hoch bleiben

Durchschnittliche US-Zölle auf Warenimporte aus China in %

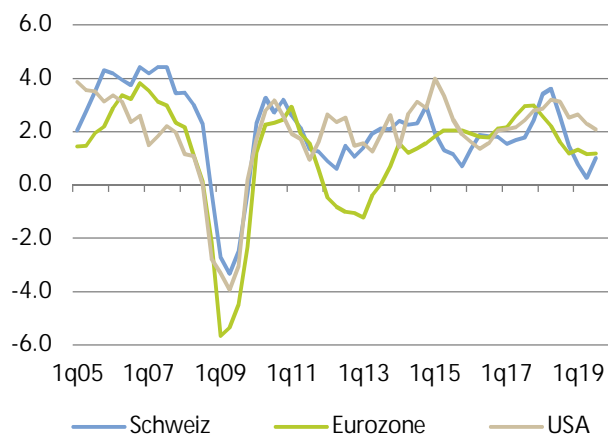


Quelle: USTR, Raiffeisen Economic Research

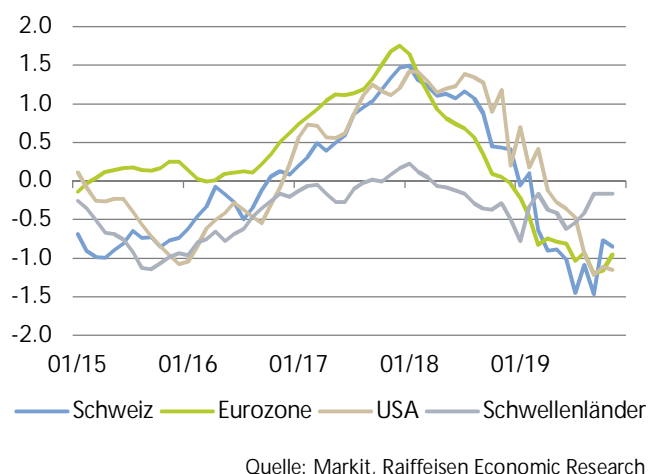
Der Handelskonflikt zwischen den USA und China ist zuletzt nicht weiter eskaliert. Man hat sich sogar auf ein erstes Teilabkommen „Phase 1“ verständigt. Die USA wollen dabei auf Strafzölle für die letzte Tranche von Importen aus China verzichten. Darüber hinaus sollen die Strafzölle, welche seit September für rund 120 Mrd. Importe gelten, auf 7.5% halbiert werden. Der positive Schritt, der am 15. Januar mit der offiziellen Vertragsunterzeichnung besiegelt werden soll, bringt Unterstützung für eine Erholung des globalen Konjunkturausblicks. Einen Befreiungsschlag bedeutet dies jedoch nicht. Viele Umsetzungsdetails des Teil-Deals sowie zahlreiche andere Handelsthemen bleiben äusserst umstritten. Die Unsicherheit über den Kurs der (Handels-)Politik von Donald Trump wird insgesamt hoch bleiben und die Investitionstätigkeit weiter zurückhalten. Jüngst wurden u.a. die Strafzolldrohungen gegen die EU erneuert. Und die Zölle auf chinesische Waren sollten zwar etwas sinken, bleiben jedoch nach diversen Strafzollrunden mit durchschnittlich knapp 20% hoch, gegenüber rund 3% noch vor zwei Jahren.

Konjunktur

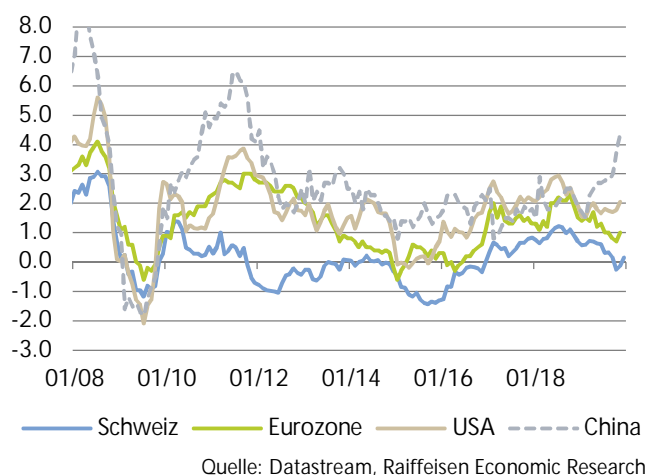
BIP, real, in % ggü. Vorjahr



Einkaufsmanagerindizes (PMIs)
Standardisiert (langfristiger Durchschnitt = 0)



Konsumentenpreise, in % ggü. Vorjahr



Ein wenig De-Eskalation beim Handelskonflikt

Der globale Wachstumsausblick hat sich zum Jahreswechsel ein wenig aufgehellt. Dies liegt nicht zuletzt an Fortschritten bei den Handelsgesprächen zwischen den USA und China, die sich auf ein erstes Teilabkommen verständigt haben. Damit wird erst einmal auf weitere Strafzölle verzichtet.

Die Geschäftserwartungen in den USA haben sich bereits im Vorfeld der Einigung wieder etwas erholt. Speziell die kleineren Unternehmen bleiben optimistisch und planen weitere Einstellungen sowie vermehrt Lohnerhöhungen. Der rekordlange Aufschwung ist weiterhin auf Kurs.

Auch in der Eurozone zeigt die Unternehmensstimmung leicht nach oben, vor allem dank dem widerstandsfähigen Dienstleistungssektor. Die Erwartungen im angeschlagenen Verarbeitenden Gewerbe haben sich ebenfalls etwas verbessert. Die Produktionspläne sind jedoch weiter auf Kürzungen ausgerichtet, womit zum Jahreswechsel unverändert nur ein sehr schwaches BIP-Wachstum angezeigt ist.

Schweizer Wirtschaft weniger stark betroffen
Die Schweizer Wirtschaft kann sich natürlich nicht von der globalen Konjunkturabkühlung abkoppeln. Das Bild gestaltet sich aber weiterhin positiver als in den Nachbarländern. In der Schweizer Industrie geht man derzeit sogar wieder von etwas stärker steigenden Umsätzen im neuen Jahr aus. Und dies nicht nur im Pharmasektor. Auch der konjunktursensitive Maschinenbau meldet zuletzt eine leichte Wiederbelebung. Von einer stärkeren Erholung ist aufgrund der anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten und der damit verbundenen weltweiten Investitionszurückhaltung allerdings nicht auszugehen.

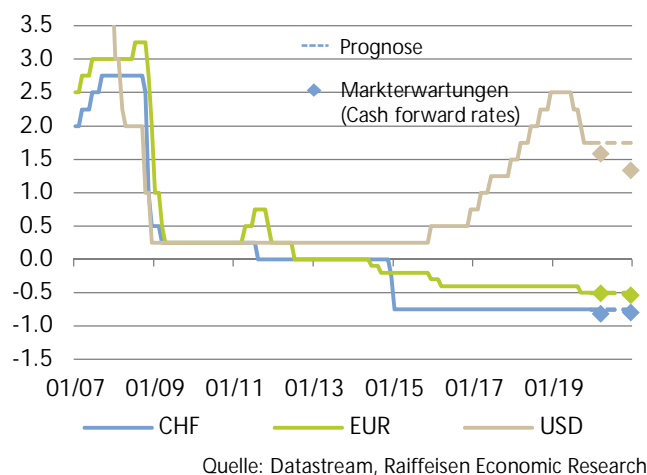
Preisdruck bleibt gering

Die afrikanische Schweinegrippe hat die Teuerung in China vorübergehend auf über 4% in die Höhe schiessen lassen. Der unterliegende Preisdruck bleibt aufgrund der schwächeren globalen Nachfrage aber in China und weltweit gering.

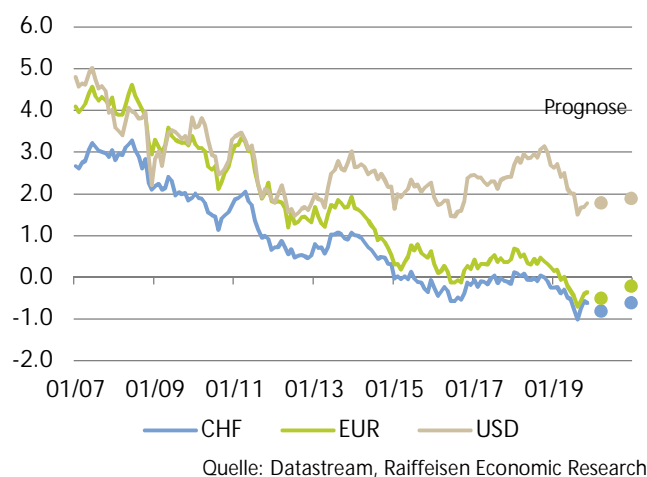
In der Schweiz wirkt sich darüber hinaus die vorausgegangene Wiederaufwertung des Franken weiterhin dämpfend auf die Importpreise aus. Damit ist die Jahresinflation 2019 mit 0.4% bereits wieder niedrig ausgefallen. Für 2020 erwarten wir nun, auch wegen der bevorstehenden, nochmaligen Senkung des hypothekarischen Referenzzinssatzes, nur eine marginale Preissteigerungsrate von 0.1%.

Zinsen

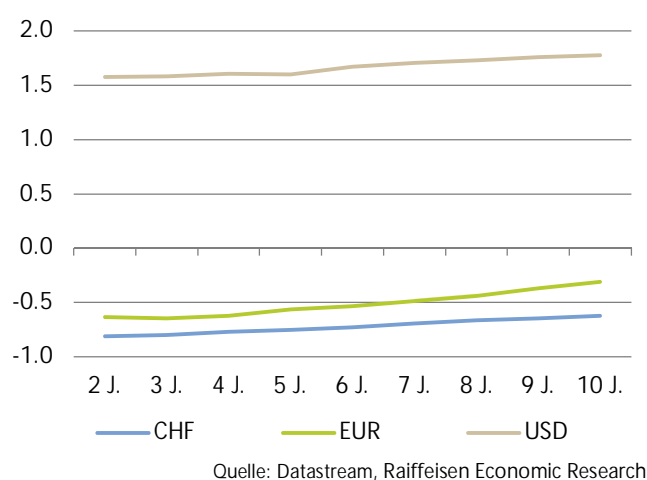
Leitzinsen, in %



10-Jahres-Staatsanleihen, in %



Zinskurve (Stand: 04.01.20)



SNB hält Negativzinsen weiter für notwendig
Die Schweizerische Nationalbank hat ihren Leitzins bei der Dezember-Sitzung unverändert bei -0.75% belassen. Und sie bleibt bereit, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Dafür gebe es derzeit jedoch keinen Anlass.

SNB-Präsident Thomas Jordan betont unverändert die Notwendigkeit der Negativzinsen. Man könne sich dem internationalen Zinsumfeld nicht entziehen. Würde man die Negativzinsen aufheben, würden die Schweizer Zinsen im Vergleich zum Ausland steigen, Anlagen in Franken würden wesentlich attraktiver, und man müsse mit einer raschen und starken Aufwertung rechnen, welche mehr Schaden anrichte als eine Beibehaltung des Negativzinses.

EZB sieht weniger ausgeprägte Risiken
Einer der Hauptmitgestalter des internationalen Zinsumfelds ist die EZB. Die stellt zwar unverändert eine gedämpfte Inflationsdynamik und schwaches Wachstum fest. Aufgrund von Anzeichen für eine Stabilisierung des Konjunkturabschwungs, werden die Abwärtsrisiken aber nicht mehr als so ausgeprägt bewertet. Zudem geht man davon aus, dass sich die im September beschlossenen Massnahmen weiter entfalten und positiv auswirken werden. Dies lässt erst einmal keinen weiteren Nachschlag des geldpolitischen Stimulus in der Eurozone erwarten.

Im EZB-Rat mehren sich währenddessen die Bedenken über die Nebenwirkungen „dauerhafter“ Negativzinsen. Die schwedische Riksbank hat Ende Jahr vorsichtshalber bereits das Negativzinsexperiment beendet. Über Null will aber auch die Riksbank die Zinsen die nächsten Jahre nicht anheben. Die langfristigen Zinserwartungen in Europa bleiben also insgesamt tief verankert.

Fed bewertet Zinsniveau als angemessen
Nicht viel anders sieht es in den USA aus. Die Fed befindet sich nach drei vorsorglichen Zinssenkungen wieder im Beobachtungsmodus. Alle US-Notenbanker halten das aktuelle Zinsniveau für angemessen. Die Hürde für zusätzliche Senkungen liegt hoch. Und auch für mögliche Zinsanhebungen reiche eine reine Wiederbeschleunigung der Konjunktur nicht aus, sondern das Inflationsziel von 2% müsse nachhaltig übertroffen werden. Damit sehen wir für die USA ebenfalls keinen Ausbruch der langfristigen Zinserwartungen nach oben.

Schweizer Branchen – Fokus Wintertourismus

Die Schweizer Hotellerie verzeichnete in der Sommersaison 2019 einen neuen Übernachtungsrekord. Der starke Wachstumstrend in den städtischen Gebieten setzte sich fort. Daneben haben sich die Logiernächte auch in den Bergregionen kräftig erhöht, die damit das beste Resultat seit 2009 erzielten.

Für die laufende Wintersaison wird ebenfalls ein Logiernächteplus erwartet. In den drei für den Wintersport wichtigsten Tourismusregionen, im Wallis, Graubünden und Berner Oberland bleibt die Zahl der Übernachtungen aber weiter deutlich unter dem Niveau von vor der Finanzkrise. Ein wichtiger Grund dafür ist die anhaltende Frankenstärke gegenüber dem Euro. Die Logiernächtezahl der deutschen Gäste z.B. ist nach wie vor nur halb so gross wie 2008, womit noch jeder zehnte statt fünfte Wintertourist aus Deutschland stammt.

Auch der Wandel im Freizeitverhalten setzt dem Wintertourismus zu, nicht nur hierzulande. Strandferien in Ferndestinationen und Städtereisen haben an Bedeutung gewonnen, für Schweizer nicht zuletzt auch dank des starken Frankens. Die Bergbahnen sind zusätzlich damit konfrontiert dass Wintersportarten abseits der Skipiste immer beliebter werden.

Dynamische Preise auf dem Vormarsch

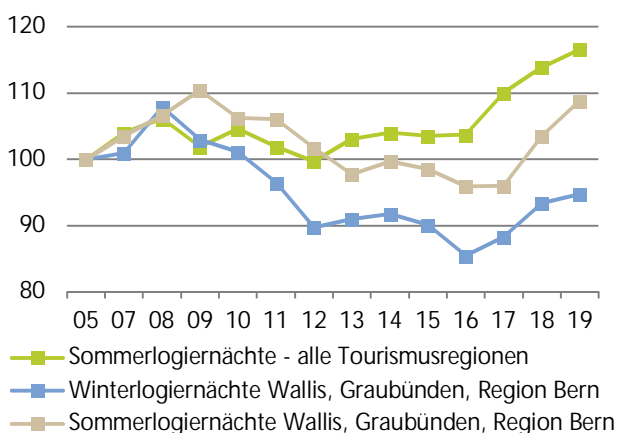
Beim Kampf gegen Nutzerrückgang setzen immer mehr Bergbahnen auf dynamische Preismodelle. In mittlerweile 15 der rund 250 Schweizer Ski-Gebiete ist der Preis für einen Tages-Ski-Pass nicht mehr fix, sondern abhängig vom Buchungszeitpunkt, den Wetterverhältnissen oder der Pistenauslastung. Die Bergbahnbetreiber versuchen damit, das Wetterri-

siko auf die Kunden zu überwälzen und so mehr Planungssicherheit zu erhalten. Für Frühbucher, oftmals Familien, können sich wiederum grosse Rabatte ergeben. Andererseits wird der spontane Skiausflug tendenziell teurer, insbesondere an Wochenenden mit gutem Wetter. Auf diese Weise können die Preise besser an die Zahlungsbereitschaft der Kunden angepasst werden, was gemäss ökonomischer Theorie die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt steigert, allerdings vornehmlich zugunsten der Unternehmen. Für Skifahrer werden die Preise weniger transparent, was bereits die Konsumentenschützer auf den Plan gerufen hat.

Weltweit haben einzig die amerikanischen Bergbahnen bereits länger Erfahrung mit dynamischen Preisen. Insgesamt sind dort die Skipässe von Jahr zu Jahr teurer geworden und wie in Europa geht die einheimische Bevölkerung ebenfalls immer weniger Skifahren. Für die Schweiz lassen sich dadurch aber nur bedingt Schlüsse ziehen. Denn in den USA gibt es nur wenige dafür aber grosse und landesweit tätige Betreiber von Ski-Resorts die das ganze Angebot eines Skigebiets aus einer Hand abdecken ähnlich wie in einem Themenpark.

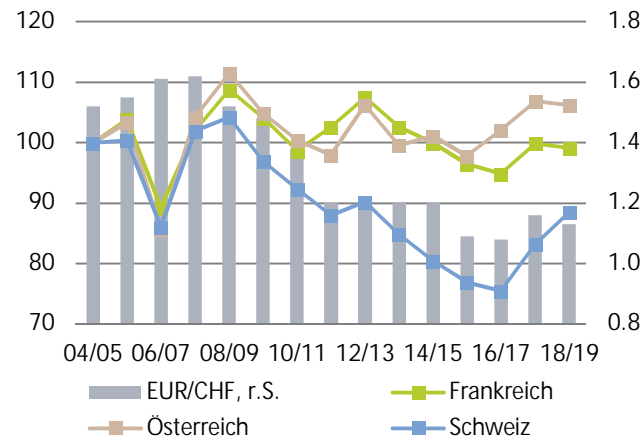
Einige Schweizer Bergbahnen stellen sich bewusst gegen den Trend dynamischer Preise aus Angst Kunden zu vergraulen. Dennoch werden wohl immer mehr Bergbahnen auf das neue Preismodell setzen, denn der Leidensdruck in der Branche bleibt weiter gross, insbesondere bei den kleinen Betreibern, nicht zuletzt weil der Franken unseres Erachtens auch 2020 stark bleiben sollte.

Logiernächte nach Tourismussaison
2006 = 100



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Ersteintritte bei Bergbahnen (im Winter)
Wintersaison 2004/2005 = 100

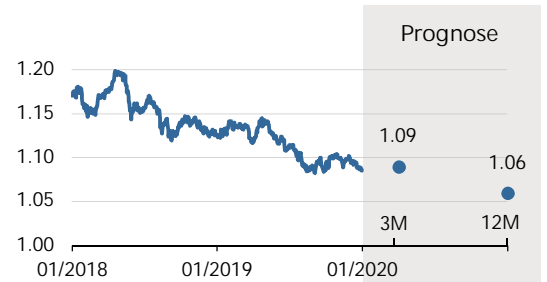


Quelle: Seilbahnen Schweiz, Raiffeisen Economic Research

Währungen

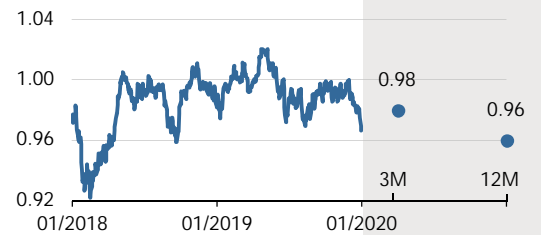
EUR/CHF

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im Dezember deutlich gemacht, dass die Phase negativer Zinsen in der Schweiz auch nach fünf Jahren noch lange nicht vorbei ist. SNB-Präsident Jordan betonte, dass die Vorteile für die Gesamtwirtschaft überwiegen, auch wenn die Kritik seitens der Finanzbranche immer lauter wird. Damit ist klar: Auch 2020 hat die Nationalbank wenig Handlungsspielraum – solange sich die Europäische Zentralbank (EZB) nicht bewegt, sind ihr die Hände gebunden. Der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken dürfte daher auch dieses Jahr erhalten bleiben. Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir den EUR/CHF-Kurs bei 1.06 CHF.



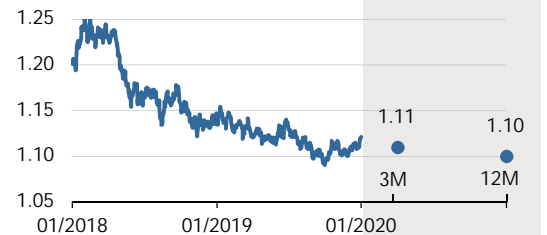
USD/CHF

Beim Verhältnis USD/CHF hat sich die Parität Anfang Dezember einmal mehr als nicht nachhaltig überwindbare Hürde erwiesen. Wir sehen aus fundamentaler Sicht keine Argumente dafür, dass diese psychologische Marke 2020 an Bedeutung verliert. Der Franken blieb zuletzt trotz niedriger Risikoaversion an den Anlagemärkten sehr stark. Mit steigender Korrekturwahrscheinlichkeit bei Aktien dürfte die Schweizer Währung auch in den kommenden Monaten zur Stärke tendieren. Der hohe Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz bleibt im neuen Jahr ein wichtiger Pluspunkt. Beim US-Dollar fehlt derweil die geldpolitische Fantasie, da Zinserhöhungen 2020 kein Thema sind.



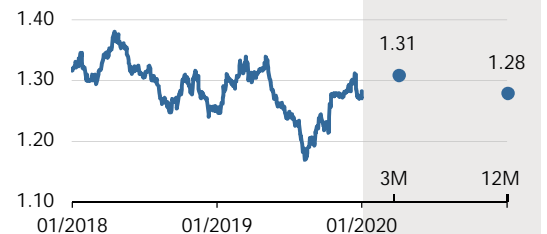
EUR/USD

Der Abwärtstrend bei EUR/USD hat 2019 fortlaufend an Dynamik verloren. Das Oktober-Tief bei 1.09 USD wurde von positiven technischen Divergenzen begleitet, so dass eine langfristige Trendwende aus Sicht der Charttechnik realistischer geworden ist. Für eine solche braucht es jedoch auch einen Vorzeichenwechsel bei Konjunktur und Geldpolitik. Zwar dürften sich die Wachstumsraten zwischen Euroraum und den USA 2020 annähern, geldpolitisch bleiben die Notenbanken aber auf beiden Seiten des Atlantiks bei ihrem lockeren Kurs. Der nötige Impuls für einen grösseren Euro-Anstieg könnte somit auch dieses Jahr fehlen.



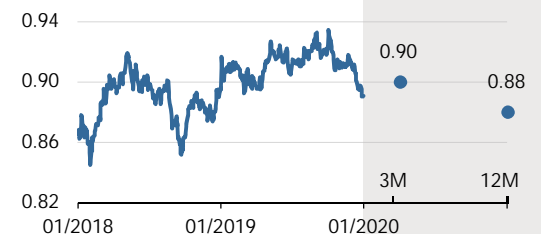
GBP/CHF

Bei den Wahlen am 12. Dezember 2019 haben Boris Johnson und seine Tories mit deutlicher Mehrheit gewonnen. Wie versprochen liess Johnson daraufhin schnell Taten folgen: Der «Brexit» wurde vom Parlament problemlos durchgewunken und wird nun am 31. Januar vollzogen. Eine Verlängerung der Übergangsfrist, die nur bis Ende des Jahres dauert, wurde per Gesetz ausgeschlossen. Beim britischen Pfund folgte auf kurzfristige Euphorie daher schnell Ernüchterung. Die neue und enge Deadline, welche ein umfassendes Handelsabkommen mit der Europäischen Union unmöglich macht, dürfte auch 2020 für erhöhte Volatilität bei GBP/CHF führen.



JPY/CHF*

Der japanische Yen erfuhr in den letzten Wochen einen spürbaren Rücksetzer. Dieser dürfte nicht zuletzt auf die nachlassende Risikoaversion der Marktteilnehmer sowie die steigenden Renditen an den Anleihemärkten zurückzuführen sein – einem Umfeld, in dem die antizyklische japanische Währung typischerweise zur Schwäche neigt. Beim Währungspaar Yen/Schweizer Franken halten sich diese Schwankungen üblicherweise aber in gewissen Grenzen, da auch der Franken eine defensive Währung ist. Wir sehen derzeit keinen Anpassungsbedarf und halten an unseren 3- und 12-Monatsprognosen fest.



* mit 100 multipliziert

Quelle: Datastream, Raiffeisen Schweiz CIO Office

Raiffeisen Prognosen (I)

Konjunktur

	2016	2017	2018	Prognose 2019	Prognose 2020
BIP					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3
Eurozone	1.9	2.6	1.9	1.1	1.3
USA	1.6	2.2	2.9	2.2	1.6
Japan	0.6	1.9	0.8	0.8	0.3
China	6.7	6.8	6.6	6.2	5.9
Global (PPP)	3.4	3.8	3.6	3.3	3.2

Inflation					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	-0.4	0.5	0.9	0.4	0.1
Eurozone	0.2	1.5	1.8	1.2	1.3
USA	1.3	2.1	2.5	2.0	2.1
China	2.0	1.6	2.1	2.8	2.8
Japan	-0.1	0.5	1.0	0.7	1.0

Finanzmärkte

	2017	2018	Aktuell*	Prognose 3 M	Prognose 12 M
Leitzinsen					
Jahresende (in %)					
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
USD	1.25-1.50	2.25-2.50	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende (in %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.53	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.20	-0.30	-0.20
USD	2.18	2.30	1.86	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	0.00	-0.10	-0.05

Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.09	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.98	0.98	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.89	0.90	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.11	1.11	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.28	1.31	1.28

Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	67	52	66	62	58
Gold (USD/Unze)	1303	1281	1550	1500	1550

*10.01.2020

** mit 100 multipliziert

Raiffeisen Prognosen (II)

Schweiz - Detailprognosen

	2014	2015	2016	2017	2018	Prognosen	
						2019	2020
BIP, real, Veränderung in %	2.5	1.3	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3
Privater Konsum	1.3	1.7	1.4	1.3	1.0	1.1	1.1
Staatlicher Konsum	2.2	1.1	1.3	1.2	0.3	1.2	1.0
Ausrüstungsinvestitionen	2.8	2.8	4.2	4.8	1.0	0.5	1.6
Bauinvestitionen	3.1	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.4	0.2
Exporte	5.2	2.4	6.6	4.0	4.4	3.0	2.2
Importe	3.3	2.8	4.4	4.4	2.5	1.5	2.5
Arbeitslosenquote in %	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	2.4
Inflation in %	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.9	0.4	0.1

Herausgeber
Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, Chefökonom
Brandschenkestr. 110d
8002 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autoren
Domagoj Arapovic, CFA
domagoj.arapovic@raiffeisen.ch

Oliver Hackel, CFA
oliver.hackel@raiffeisen.ch

Alexander Koch, CFA
alexander.koch@raiffeisen.ch

Wichtige rechtliche Hinweise

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.